

PROEFSCHRIFT

In de rubriek 'Proefschrift' vertellen recentelijk gepromoveerden en promovendi waar hun stellingen in de kern op neerkomen.

Deze keer: Thomas Keijser. Hij promoveerde op 6 juli 2006 aan de Radboud Universiteit Nijmegen op het proefschrift *Financial Collateral Arrangements* (Serie *Law of Business and Finance*, deel 9; Deventer: Kluwer 2006). Prof.mr. S.C.J.J. Kortmann en prof.mr. W.A.K. Rank traden op als promotor.

Financiële zekerheidsovereenkomsten

Mr.drs. T.R.M.P. Keijser

1 INLEIDING

Financiële zekerheidsovereenkomsten zijn overeenkomsten waarbij partijen beogen elkaar gedurende een zekere periode te voorzien van geld en/of effecten. Deze overeenkomsten worden op grote schaal aangegaan door centrale banken, commerciële banken en andere grote financiële instellingen. Ze zijn van cruciaal belang voor een liquide geld- en effectenmarkt.¹

Een typisch voorbeeld van een financiële zekerheidsovereenkomst is een *repurchase* overeenkomst. In het geval van zo een overeenkomst draagt een verkoper A, omdat hij behoefte heeft aan geld, op moment T effecten over aan een koper B, die daarvoor een koopsom betaalt. Op moment T+1 is B verplicht gelijksoortige effecten over te dragen aan A, terwijl A dan gehouden is daarvoor een bedrag ter hoogte van de eerder door B betaalde koopsom te voldoen, alsmede een rentecomponent.

In het in deze bijdrage te bespreken proefschrift staat centraal de Europese Richtlijn betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten² (hierna: Collateral Richtlijn), alsmede de implementatie daarvan in het Nederlandse recht.³ Hieronder zal in de paragrafen 2 en 3 aandacht worden besteed aan twee manieren waarop financiële zekerheden kunnen worden verschaft: door middel van overdracht of door middel van het vestigen van een pandrecht met een daaraan gekoppelde algemene beschikingsbevoegdheid voor de zekerheidsnemer (het zogenaamde 'gebruiksrecht'). In de paragrafen 4 en 5 wordt ingegaan op de wijze waarop financiële zekerheden te gelde kunnen worden gemaakt. In het geval een overdracht heeft plaatsgevonden gebeurt dit in de regel door tot verrekening over te gaan; in het geval een pandrecht is gevestigd, door uitwin-

ning van dat recht. In paragraaf 6 komt een drietal onderwerpen van insolventierechtelijke aard aan de orde. Paragraaf 7 besluit met een conclusie en een aantal aanbevelingen.

2 OVERDRACHT VAN FINANCIËLE ZEKERHEDEN

De eerste, internationaal gangbare manier om financiële zekerheden te verschaffen is door deze over te dragen. Naar Nederlands recht wordt wel de vraag gesteld of een dergelijke overdracht moet worden gekwalificeerd als een 'volledige' overdracht of als een overdracht tot zekerheid. Deze vraag is van belang omdat naar huidig Nederlands recht een overdracht tot zekerheid (ook wel fiduciaire overdracht genoemd) in beginsel niet mogelijk is. Artikel 3:84 lid 3 BW stelt immers dat een rechtshandeling die ten doel heeft een goed over te dragen tot zekerheid geen geldige titel van overdracht is.

Voor de vraag of een overdracht volledig of fiduciair is, is naar mijn mening in eerste instantie beslissend wat partijen bij de overdracht precies voor ogen hebben gehad. Als de overgedragen goederen enkel en alleen dienen tot zekerheid, is er een gerede kans dat er geen overdracht heeft plaatsgevonden. Als partijen echter naast de zekerheidsfunctie ook andere functies voor ogen hebben gehad, is een overdracht veelal wél afdwingbaar. In het bijzonder is dit het geval, indien de bevoegdheid is verleend om over de overgedragen goederen te beschikken. In het hierboven geschetste geval van een *repurchase* overeenkomst is er sprake van een dergelijke bevoegdheid: de verkoper mag gedurende de looptijd van de transactie beschikken over de verschaftte financiële middelen, de koper

1 Ter illustratie: volgens de *European Repo Survey* was er op 7 december 2005 sprake van 5883 miljard euro aan uitstaande transacties op de commerciële markt voor een aantal belangrijke typen financiële zekerheidsovereenkomsten. Zie www.icma-group.org.

2 Richtlijn 2002/47/EG van het Europees Parlement en de Raad van 6 juni 2002 betreffende financiële zekerheidsovereenkomsten, *PbEG L* 168, 27/06/2002, p. 43-50.

3 Zie *Stb.* 2006, 15 en 16.

over de overgedragen effecten. Het is ook in dit verband dat er op de koper een verplichting rust om gelijksoortige (en niet per se dezelfde) goederen over te dragen aan het einde van de looptijd van een transactie.

Een tweede punt dat in het kader van de overdracht van financiële zekerheden aandacht behoeft, is het evenwicht tussen de belangen van zekerheidsgever en zekerheidsnemer, waarvan traditioneel bij een overdracht tot zekerheid sprake is. Men ziet dit duidelijk onder het oude Nederlandse recht. Voor 1992 was een overdracht tot zekerheid namelijk wél mogelijk. De Hoge Raad sanctioneerde een overdracht met dit doel in twee arresten in 1929: het Bierbrouwerij-arrest⁴ en het Hakkers/Van Tilburg-arrest⁵. De Hoge Raad deed dit omdat het Burgerlijk Wetboek in die tijd alleen voorzag in een vuistpand ten aanzien van zaken en een openbaar pandrecht met mededeling ten aanzien van vorderingen. Het was toen daarom niet mogelijk een vuistloos of een stil pandrecht te vestigen. Door het erkennen van een zekerheids-overdracht (waar in de regel een levering *constituto possessorio* of een cessie zonder mededeling aan ten grondslag lag), werd in de behoefte aan een vuistloos en een stil zekerheidsrecht voorzien. In de periode tussen 1929 en 1992 werd een aantal arresten gewezen waarin de precieze verhouding tussen zekerheidsgever en zekerheidsnemer uitkristalliseerde. Juist omdat de partijen het doel hadden zekerheid te verschaffen, moest de fiduciair gerechtigde, als hij bijvoorbeeld over wilde gaan tot het te gelde maken van het hem overgedragen recht, dit doen conform welomschreven regels, die grotendeels ontleend waren aan het pandrecht. Zo mocht de fiduciair gerechtigde zich de tot zekerheid overgedragen goederen in beginsel niet toeëigenen, moest hij ze op welomschreven wijze uitwinnen en moest hij een eventuele overwaarde na voldoening van de geseceureerde vordering afdragen aan de zekerheidsgever.⁶

Zoals hierboven werd gesteld, is op grond van artikel 3:84 lid 3 BW naar huidige recht een overdracht tot zekerheid niet mogelijk. Toch heeft de Hoge Raad in het Sogelease-arrest uit 1995 een *sale and leaseback* transactie gesanctioneerd.⁷ Het ging in deze zaak om een onderneming die een drukpers wilde financieren door deze over te dragen aan een leasemaatschappij, om de pers vervolgens weer terug te leasen. De overdracht in deze

constructie had onmiskenbaar fiduciaire trekken. Toch kon hij volgens de Hoge Raad door de beugel. In de literatuur is vervolgens betoogd dat de partijen bij dergelijke transacties in wezen als zekerheidsgever en zekerheidsnemer moeten worden beschouwd en dus in een fiduciaire verhouding tot elkaar staan. Net als onder het oude recht moeten hun belangen, zo is de heersende leer, op enigerlei wijze in evenwicht worden gebracht, bijvoorbeeld door (analoge) toepassing van de bepalingen betreffende uitwinning van het pandrecht, artikel 7A:1576t BW (op grond waarvan een huurverkoop een eventuele overwaarde moet vergoeden), de regels betreffende ongerechtvaardigde verrijking of de redelijkheid en billijkheid.⁸

Het is in dit verband dan ook opmerkelijk dat de Collateral Richtlijn in artikel 6 bepaalt dat Lidstaten moeten waarborgen dat financiële zekerheidsvereenkomsten strekkende tot overdracht rechtsgevolg hebben 'overeenkomstig de daarin vervatte bepalingen'. Kunnen partijen inderdaad op grond van een enkele overeenkomst de hierboven beschreven mechanismen buiten werking stellen, welke waarborgen dat de belangen van zekerheidsgever en -nemer in evenwicht worden gehouden? Op deze vraag wordt nader ingegaan in paragraaf 5.

3 EEN PANDRECHT MET 'GEBRUIKS-RECHT'

Een tweede manier om financiële zekerheden te verschaffen is vanuit de Verenigde Staten komen overwaaien. Sinds ongeveer twintig jaar komen daar in de financiële markten standaardcontracten voor, die voorzien in het vestigen van een zekerheidsrecht met een daaraan gekoppelde algemene beschikkingsbevoegdheid voor de zekerheidsnemer.⁹ Dit zogenaamde 'gebruiksrecht' houdt in dat een zekerheidsnemer niet alleen in het geval van verzuim, maar ook onder 'normale' omstandigheden over de in zekerheid gegeven goederen mag beschikken.

De figuur van een zekerheidsrecht met een daaraan gekoppeld gebruiksrecht is nu ook neergelegd in artikel 5 van de Collateral Richtlijn. In Nederland is deze bepaling geïmplementeerd in artikel 7:53 BW. Op grond van deze bepalingen verliest de pandgever zijn goederenrechtelijke aanspraak

4 HR 25 januari 1929, NJ 1929, p. 616-621.

5 HR 21 juni 1929, NJ 1929, p. 1096-1098.

6 Zie over deze materie A.I.M. van Mierlo, *Fiduciaire zekerheid, vuistloos en stil pand* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 1988.

7 HR 19 mei 1995, NJ 1996, 119.

8 Zie bijvoorbeeld S.C.J.J. Kortmann, J.J. van Hees, 'Reïncarnatie in het recht, ofwel: de nieuwe gedaante van de zekerheids-overdracht. Het arrest Keereweër q.q./Sogelease BV', *NJB*

1995, p. 991-996; H.L.E. Verhagen, 'Vijf jaar NBW: artikel 3:84 lid 3 en de financieringspraktijk', *Trema* 1997, p. 54-59.

9 Zie bijvoorbeeld de paragrafen 4.2 en 25.43 van de *Master Securities Loan Agreement* (uitgegeven door *The Bond Market Association*) of art. 2.2 sub c van de *Margin Provisions* betreffende het recht van New York (uitgegeven door de *International Swaps and Derivatives Association*).

op het moment dat de pandhouder beschikt over de verpande goederen. Daar staat een contractuele vordering tegenover tot overdracht van gelijksoortige¹⁰ goederen, die de pandhouder moet nakomen uiterlijk op het moment dat de gecureerde vordering opeisbaar wordt. In deze paragraaf staat de vraag centraal hoe deze figuur is in te passen in het Nederlandse recht.

Zijn er buiten het geval van financiële zekerheidsovereenkomsten gevallen waarin een beperkt gerechtigde onbeperkt beschikkingsbevoegd is? In het geval van het reguliere pandrecht is dit niet zo. Er zijn wel gevallen waarin de pandhouder bevoegd is over de verpande goederen te beschikken (denk bijvoorbeeld aan de uitwinning van het pandrecht indien de gecureerde vordering niet wordt nagekomen, of aan de herverpanding van art. 3:242 BW), maar in geen geval gaat het om een ongelimiteerde bevoegdheid om de bezwaarde goederen te allen tijde over te dragen of te bezwaren. De vruchtgebruiker kan naar huidig recht wel onbeperkt beschikkingsbevoegd zijn (zie in het bijzonder art. 3:212 BW). Echter, in het geval van het vruchtgebruik is er minder evident sprake van een partij die bescherming behoeft (zoals bij het pandrecht de zekerheidsgever, die krediet nodig heeft en daarom in een afhankelijke positie verkeert). Daarbij worden in het geval van het vruchtgebruik de belangen van de hoofdgerechtigde in acht genomen door een substitutieregel die onmiddellijk en van rechtswege in werking treedt ten aanzien van alle goederen die in de plaats treden van de oorspronkelijke in vruchtgebruik gegeven goederen (zie art. 3:213 BW).¹¹

Daarnaast kan men zich afvragen of een algemene beschikkingsbevoegdheid voor de zekerheidsnemer wel te verenigen is met een aantal beginselen van het pandrecht, die weerspiegelen dat pandgever en pandnemer zich in een fiduciaire relatie bevinden. Zo staat een algemene beschikkingsbevoegdheid haaks op het verbod gericht tot de zekerheidsnemer om zich de verpande goederen toe te eigenen (art. 3:235 BW), op de zorgplicht die rust op de zekerheidsnemer (art. 3:243 BW) en op de mogelijkheid die normaliter aan de zekerheidsgever toekomt om de gecureerde vordering af te lossen en daarmee weer volledig eigenaar te worden van de verpande goederen (art. 3:227 en 3:249 lid 2 BW).

Er is één figuur die wel aansluit op de figuur van

de Collateral Richtlijn en dat is die van het oneigenlijk pandrecht, ofwel *pignus irregulare*. Ook in het geval van een oneigenlijk pandrecht heeft de 'pandhouder' een algemene beschikkingsbevoegdheid ten aanzien van verpande goederen en is hij verplicht om aan het einde van de looptijd van de transactie gelijksoortige goederen over te dragen. Algemeen wordt echter aangenomen dat een oneigenlijk pandrecht, zoals de naam al zegt, geen pandrecht meer is, maar leidt tot een eigendoms-overgang.¹²

Naar mijn mening leidt de introductie van een pandrecht met een daaraan gekoppelde algemene beschikkingsbevoegdheid tot een onnodige verving van het onderscheid tussen het eigendomsrecht en zekerheidsrechten. Onnodig, omdat, zoals in paragraaf 2 werd aangegeven, het heel goed mogelijk is om financiële zekerheden te verschaffen door middel van een overdracht.

4 VERREKENING

In het geval dat partijen elkaar financiële zekerheden overdragen, maken zij in de regel ook afspraken over de gronden waarop een transactie of de gehele relatie tussen partijen vroegtijdig kan worden beëindigd en over de wijze waarop dan de wederzijdse rechten en verplichtingen worden gesaldeerd. Kort samengevat komt deze saldering normaliter neer op het opeisbaar worden van de wederzijdse rechten en verplichtingen van partijen, het waarden daarvan, indien nodig in één enkele valuta, waarna tot verrekening kan worden overgegaan. In het geval van verrekening gaan verplichtingen die partijen jegens elkaar hebben tot op hun gemeenschappelijk beloop teniet, hetgeen resulteert in een netto vordering voor één der partijen. De Collateral Richtlijn sanctioneert dergelijke contractuele afspraken in artikel 7, waarin staat dat zij afdwingbaar moeten zijn.

Considerans 15 van de Collateral Richtlijn ondermijnt deze benadering echter. Hierin wordt namelijk bepaald dat een aantal belangrijke onderwerpen betreffende saldering en verrekening aan regulier nationaal recht zijn onderworpen. Het gaat dan bijvoorbeeld om de vraag of er voor wat betreft de partijen die willen verrekenen sprake is van 'wederkerigheid' (dat wil zeggen dat partijen jegens elkaar verplichtingen moeten hebben) en

10 In art. 7:53 wordt de term 'gelijkwaardig' gebruikt. Als men de definitie van deze term bekijkt in art. 7:51 sub f BW, blijkt echter dat het in wezen om gelijksoortige goederen gaat. Vgl. de definitie van 'equivalent collateral' in art. 2 lid 1 sub i van de Collateral Richtlijn.

11 Dit in tegenstelling tot de substitutieregel die is neergelegd in art. 7:53 lid 2 en lid 4 BW, welke pas in werking treedt op het moment dat de zekerheidsnemer gelijksoortige goederen

overdraagt.

12 Zie bijvoorbeeld Houwing in G. van Hall, Ph.A.N. Houwing, *Het afscheiden en individualiseren van vermogensbestanddelen ten behoeve van bepaalde crediteuren of groepen van crediteuren* (Preadvies Broederschap der Notarissen), Amsterdam: B. van Mantgem 1952, p. 165-228; A. Hammerstein, *Eigenlijke en oneigenlijke zaaksevergeving* (diss. Nijmegen), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1977, hoofdstuk 4.

om de vraag of rechtshandelingen die vóór insolventie zijn verricht aantastbaar zijn op grond van bijvoorbeeld de *actio pauliana* van art. 42 Fw e.v. Ook zijn er onderwerpen inzake saldering die simpelweg niet in de Collateral Richtlijn worden geregeld en die om deze reden onderworpen zijn aan de reguliere regels van nationaal recht. Een voorbeeld van deze categorie is de vraag op welk moment de waardebepaling plaatsvindt van de voorrechten die partijen met elkaar willen verrekenen.

Deze innerlijk inconsistente benadering is voor het Nederlandse recht niet zo bezwaarlijk, omdat dit in zijn algemeenheid een liberaal verrekeningsregime kent.¹³ Dat is ook de reden waarom de Nederlandse implementatiewet geen specifieke bepaling kent die contractuele afspraken betreffende verrekening afdwingbaar maakt.¹⁴ Toch verdient het aanbeveling de Collateral Richtlijn op dit punt te herzien.

5 UITWINNING VAN EEN PANDRECHT

Normaliter moet een pandrecht worden gewonnen conform strikte regels die in het bijzonnen in de artikelen 3:249-252 BW zijn neergelegd. Voor en na uitwinning moet in beginsel mededeling worden gedaan. De uitwinning zelf geschiedt dwingendrechtelijk als een openbare verkoop (art. 3:250 lid 1 BW) of onderhands met toestemming van de voorzieningenrechter, dan wel conform een overeenkomst tussen partijen (art. 3:251 BW). Zo een overeenkomst kan echter pas worden gesloten na het moment dat de pandhouder bevoegd wordt tot verkoop over te gaan. In het geval van goederen die op een markt verhandelbaar zijn, zoals effecten, kan de verkoop geschieden door een onafhankelijke tussenpersoon (art. 3:250 lid 2 BW). Toeëigening door de zekerheidsnemer is verboden (art. 3:235 BW). Een eventuele overwaarde nadat de gecureerde vordering is voldaan uit de opbrengst van de executie komt toe aan de zekerheidsgever en diens andere crediteuren (art. 3:253 BW). Dit samenstel van regels beoogt de belangen van de zekerheidsgever en diens andere crediteuren te beschermen, misbruik door de zekerheidsnemer te voorkomen en tegelijkertijd een maximale opbrengst te garanderen.

Artikel 4 van de Collateral Richtlijn zet dergelijke nationale regels voor een groot deel opzij. Deze bepaling is geïmplementeerd in artikel 7:54 BW,

waarin inderdaad vrijwel alle hierboven genoemde bepalingen (behalve art. 3:253 BW) buiten toepassing worden verklaard waar het gaat om financiële zekerheidsovereenkomsten. De uitwinning wordt *de facto* overgelaten aan partijen, die hierover contractuele afspraken kunnen maken.¹⁵

Wat heeft deze benadering geïnspireerd? De voornaamste reden voor het opzij zetten van formaliteiten betreffende de uitwinning is dat deze in de regel tijd kosten. Op de geld- en effectenmarkten kan dit desastreuze gevolgen hebben. Als één partij doordat hij moet wachten niet aan zijn verplichtingen kan voldoen, kan dat betekenen dat ook een volgende instelling dat niet kan, enzovoorts. Het sneeuwbal effect dat hierdoor kan optreden wordt wel aangeduid met 'systeemrisico'. Juist om dit risico te ecarteren voorziet de Collateral Richtlijn in een flexibel regime voor de uitwinning van zekerheden. Daar komt nog bij dat de richtlijn in de regel betrekking heeft op grote spelers op de financiële markten, die in een gelijkwaardige positie verkeren en goed in staat zijn hun belangen te behartigen. Ook staan considerans 17 en artikel 4 lid 6 van de Collateral Richtlijn toe dat Lidstaten een rechter de bevoegdheid geven *a posteriori* te bepalen of uitwinning op een commercieel redelijke basis heeft plaatsgevonden. Al met al is er daarom voor de benadering van de richtlijn, waar het grote spelers betreft, veel te zeggen.

Waar het om kleinere marktdeelnemers gaat, is terughoudendheid echter op zijn plaats. De omvang van de transacties die deze marktdeelnemers aangaan, zal niet snel aanleiding geven tot systeemrisico. De rechtvaardiging voor een afwijking van de traditionele regels betreffende uitwinning ontbreekt daarmee. Daarbij verdienen juist kleinere marktpartijen een zekere mate van bescherming tegen grotere kredietverleners. Het is voor kleinere partijen onvoordelig dat er geen onafhankelijke tussenpersoon meer is die een eerlijke waardering van effecten garandeert. Zij zullen nu op basis van vaak gebrekkige informatie zelf moeten beoordelen of zij een gang naar de rechter willen maken, met alle kosten vandien.

6 INSOLVENTIERECHTELIJKE BEPALINGEN

Op het gebied van het insolventierecht heeft de Collateral Richtlijn de volgende gevolgen. Zij

13 Zie de artikelen 6:127 e.v. BW en 53 e.v. Fw. Zie ook N.E.D. Faber, *Verrekening* (Serie Onderneming en Recht 33), Deventer: Kluwer 2005.

14 Zie de Memorie van Toelichting, Tweede Kamer 2004-2005, 30 138, nr. 3, p. 10-11.

15 Weliswaar bedekt ook art. 7:54 lid 2 BW een rol toe aan een tussenpersoon bij de uitwinning van effecten. In tegenstelling

tot de tussenpersoon van art. 3:250 lid 2 BW is deze echter niet noodzakelijkerwijs onafhankelijk. Conform de Memorie van Toelichting (Tweede Kamer 2004-2005, 30 138, nr. 3, p. 18) mag namelijk bij financiële zekerheidsovereenkomsten ook de zekerheidsnemer zelf, indien hij daartoe bevoegd is, optreden als tussenpersoon.

schaft de terugwerkende kracht van de insolventverklaring af, voorziet onder omstandigheden in de afdwingbaarheid van rechtshandelingen na het moment van de insolventverklaring en sluit de toepasselijkheid van een afkoelingsperiode uit.¹⁶

Normaliter heeft een insolventverklaring naar Nederlands recht terugwerkende kracht tot het begin van de dag waarop die verklaring wordt uitgesproken.¹⁷ Toen de huidige Faillissementswet werd ingevoerd is hiervoor gekozen, omdat niet altijd precies kon worden vastgesteld op welk moment rechtshandelingen werden verricht en wanneer de rechter een partij insolvent verklaarde.¹⁸ In de moderne financieringspraktijk is het echter veelal nauwkeurig vast te stellen op welk moment transacties worden aangegaan. Nu ook op grond van het met de implementatie van de Collateral Richtlijn herziene artikel 14 Fw op elke insolventieverklaring tot op de minuut nauwkeurig moet worden aangegeven wanneer deze geschiedt, is er voor wat betreft financiëlezekerheidsovereenkomsten geen behoefte meer aan terugwerkende kracht.

Een tweede nieuwe regel betreft rechtshandelingen verricht na de insolventverklaring. In de regel zijn deze niet afdwingbaar.¹⁹ Op grond van de Collateral Richtlijn en de Nederlandse implementatiewetgeving kunnen rechtshandelingen verricht na de insolventverklaring maar wel nog op dezelfde dag echter wél afdwingbaar zijn, indien de partij met wie de insolvente entiteit een financiëlezekerheidsovereenkomst heeft afgesloten kan aantonen dat hij niets van de insolventverklaring wist of hoefde te weten. Op grond van deze regel kunnen er dus ook nog na de insolventverklaring activa uit de boedel vloeien, hetgeen ten nadele is van de andere crediteuren van de boedel.

Een derde gevolg van de Collateral Richtlijn op het gebied van het insolventierecht is dat de afkoelingsperiode van artikel 63a-c Fw niet geldt voor financiëlezekerheidsovereenkomsten. Indien een afkoelingsperiode is gelast, moeten crediteuren normaliter wachten met uitwinning van hun (zekerheids)rechten totdat deze periode voorbij is, om de curator tijd te geven zich een beeld te vormen van de boedel en te bepalen of hij wil overgaan tot liquidatie of continuatie van de onderneming in enigerlei vorm. De Collateral Richtlijn kiest voor buiten werking stellen van de afkoelingsperiode, omdat het in het geval van financiëlezekerheidsovereenkomsten in verband met het hierboven genoemde systeemrisico van cruciaal belang is dat zekerheden onmiddellijk kunnen worden uitgewonnen.

7 CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

De wijzigingen waartoe de Collateral Richtlijn verplicht, dragen bij aan liquide geld- en effectenmarkten. Tegelijkertijd moet worden geconstateerd dat zij in alle gevallen in het voordeel zijn van kredietverschaffers/zekerheidsnemers en ten nadele van zekerheidsverschaffers en hun andere crediteuren. Dit blijkt onder meer uit de nieuwe figuur van een pandrecht met een daaraan gekoppelde algemene beschikkingsbevoegdheid voor de pandhouder, de liberale uitwinningsregels en het insolventieregime van de Collateral Richtlijn. In het bijzonder in het geval van zekerheidsverschaffers die een minder sterke positie innemen dan grote financiële instellingen, zoals kleine en middelgrote ondernemingen, kan dit tot onwenselijke resultaten leiden. Wat kan er worden gedaan om liquiditeit te waarborgen en tegelijkertijd recht te doen aan de belangen van zwakkere deelnemers aan het economisch leven?

Naar huidig recht zijn er twee manieren waarop de reikwijdte van de Collateral Richtlijn kan worden ingeperkt. Ten eerste is het op grond van de richtlijn toegestaan haar bepalingen slechts toe te passen op transacties tussen grote marktpartijen onderling. Het zijn juist deze partijen die van belang zijn voor liquide markten. Kleine en middelgrote ondernemingen kunnen en moeten buiten het toepassingsbereik worden gehouden. Een tweede, functionele inperking van het toepassingsbereik van de richtlijn kan worden bereikt door de term 'financiëlezekerheidsovereenkomst' alleen te gebruiken in die gevallen waarin financiële zekerheden zowel dienen tot zekerheid als ook kunnen worden gebruikt om verdere transacties mee aan te gaan. Een dergelijke interpretatie beperkt de reikwijdte van de richtlijn tot transacties die daadwerkelijk de liquiditeit bevorderen. Traditionele zekerheidsconstructies die enkel strekken tot verhaal vallen hiermee buiten de reikwijdte.

Daarnaast is het mogelijk een aantal wijzigingen aan te brengen in de Collateral Richtlijn, die enerzijds recht doen aan het oogmerk de liquiditeit te stimuleren en anderzijds het evenwicht tussen de belangen van de verschillende betrokken marktdeelnemers herstellen. Ten eerste zou de Collateral Richtlijn alleen betrekking moeten hebben op grote spelers op de financiële markten. Ten tweede zou het het beste zijn als de figuur van een zekerheidsrecht met een daaraan gekoppelde algemene beschikkingsbevoegdheid voor de zekerheidsnemer

16 Hieronder zal alleen de situatie van een faillissement aan de orde komen. De surseance van betaling, de schuldsaneringsregeling en insolventie-gerelateerde bepalingen in verschillende toezichtswetten, waarvoor in het geval van financiëlezekerheidsovereenkomsten vergelijkbare regels gelden, worden niet behandeld.

17 Zie de artikelen 23 en 35 Fw.

18 Zie S.C.J.J. Kortmann, N.E.D. Faber (red.), *Geschiedenis van de Faillissementswet* (Serie Onderneming en Recht 2-1), Zwolle: Tjeenk Willink 1994, p. 360.

19 Zie bijvoorbeeld de artikelen 23, 24, 35, 53 lid 1 en 54 lid 2 Fw.

werd afgeschaft. Een derde mogelijke verbetering betreft een heroverweging van de bepalingen van de Collateral Richtlijn inzake saldering en verrekening, omdat een aantal belangrijke vragen hieromtrent nog steeds naar nationaal recht moet worden bepaald. Een vierde onderwerp dat aandacht behoeft, is de regel van de Collateral Richtlijn op

grond waarvan onder omstandigheden rechtshandelingen die zijn verricht na de insolventverklaring afdwingbaar zijn. Er is geen reden om de regels van de Collateral Richtlijn aan te passen, welke de terugwerkende kracht van de insolventverklaring en de afkoelingsperiode buiten werking stellen.²⁵